

INVESTMENT COMPASS

III TRIMESTRE 2022

RICERCA IN MATERIA DI INVESTIMENTI DELLA SPARKASSE



SPARKASSE
CASSA DI RISPARMIO



Cambia il paradigma sui mercati finanziari: da TINA a TARA

Per molti anni l'andamento delle borse è stato condizionato da TINA, acronimo per il termine inglese "there is no alternative". Infatti, in un mondo di rendimenti obbligazionari compressi se non addirittura negativi anche per scadenze lunghe ed emittenti di non primaria qualità, gli investitori trovavano pochissime alternative al più rischioso investimento azionario che grazie anche alla crescita degli utili riusciva a "garantire" rendimenti positivi interessanti in un orizzonte temporale di medio periodo.

Infatti, dal 2015 fino a fine 2021 un investimento in azioni globali (indice MSCI World Net Total Return in euro) avrebbe reso ben il 128% (12,5% su base annua), un investimento in titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona (indice Bloomberg Euro-Aggregate Treasury Total Return) invece meno del 15% (2,0% su base annua). L'inflazione si attestava in media però soltanto all'1,1%.

Il paradigma sui mercati finanziari adesso è però cambiato. Ciò è dovuto soprattutto all'impennata dell'inflazione a partire dalla seconda metà dello scorso anno, causata da una pluralità di fattori tra cui la forte ripresa della domanda post lockdown, le strozzature dal lato dell'offerta e il rincaro dell'energia, a cui a febbraio si è aggiunto l'impatto dell'invasione russa dell'Ucraina sui prezzi dei beni energetici e alimentari. Le banche centrali dei principali paesi avanzati sono state pertanto costrette a prendere atto che l'accelerazione dei prezzi al consumo non era transitoria, come invece inizialmente auspicato, costringendoli a porre fine alla politica monetaria ultra accomodante degli ultimi anni. Dopo aver terminato il programma di allentamento quantitativo (QE, acronimo per il termine inglese "quantitative easing"), ovvero gli ingenti acquisti di titoli di Stato e obbligazioni garantite da mutui ipotecari, a marzo la Federal Reserve (Fed) ha avviato la svolta dei tassi, alzandoli da allora già di 150 punti base (1,5%). La Banca cen-

trale europea (BCE) dovrebbe invece alzare i tassi nella riunione del 21 luglio per la prima volta dal luglio 2011.

La normalizzazione della politica monetaria ha portato nel corso del primo semestre a forti e indistinte perdite sui mercati obbligazionari. Sia i titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona sia i corporate bond con rating investment grade denominati in euro (indice Bloomberg Euro Aggregate Corporate Total Return) hanno lasciato sul campo il 12% circa. Ancora peggio si sono comunque comportati sia i bond high yield (HY) denominati in euro (indice Bloomberg Euro High Yield Total Return) sia i titoli di Stato dei paesi emergenti in valuta forte (indice Bloomberg Emerging Markets Sovereign Total Return), subendo perdite rispettivamente di oltre il 14% e del 20% circa (13% circa in euro grazie al contestuale forte apprezzamento del dollaro contro euro). Per mettere in prospettiva storica questo andamento: il mercato obbligazionario governativo statunitense ha registrato il peggior primo semestre dell'anno dal lontano 1788!

La caduta delle quotazioni delle obbligazioni ha causato un'impennata dei rendimenti. In un'ottica di medio-lungo periodo questi si trovano adesso per le categorie obbligazionarie più rischiose come i bond HY denominati in euro e i titoli di Stato dei paesi emergenti in valuta forte su livelli già molto interessanti (pari rispettivamente al 7,7% e al 7,9%) e superiori alla media sia degli ultimi 10 che degli ultimi 20 anni. I rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona, pari all'1,75% a fine giugno, seppure ancora contenuti, hanno comunque raggiunto livelli non più toccati da inizio 2014.

Da TINA siamo pertanto passati a TARA (acronimo per il termine inglese "there is a reasonable alternative"), ovvero a uno scenario in cui si trovano nuovamente alternative al più rischioso investimento azionario, che però in un'ottica di medio-lungo periodo e in linea con il proprio profilo di rischio non può mancare in un portafoglio ben diversificato tra asset class e aree geografiche.

*Armin Weißenegger, Responsabile Direzione Finanza e Tesoreria
Presidente del Meeting Investimenti e Asset Allocation*

QUADRO MACROECONOMICO

ECONOMIA MONDIALE

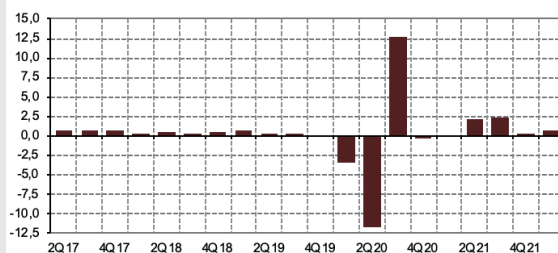
- L'attività economica mondiale è in fase di moderazione. Nel primo trimestre del 2022 il Prodotto interno lordo (PIL) è aumentato soltanto dello 0,7% rispetto al periodo precedente nelle economie del G20, ossia nei più importanti paesi industrializzati ed emergenti, dopo essere salito di ben l'1,3% nel quarto trimestre del 2021. I rischi per le prospettive di crescita restano orientati al ribasso e legati, tra l'altro, alla normalizzazione della politica monetaria, alla guerra in Ucraina e alle strozzature all'offerta.
- Le più recenti indagini congiunturali segnalano un'ulteriore rallentamento della crescita. Nella media del secondo trimestre del 2022 l'indice mondiale composito dei responsabili degli acquisti (PMI) è infatti sceso di quattro decimi a 52,0 punti, mantenendosi però ancora sopra la soglia chiave dei 50 punti, spartiacque che separa l'espansione dalla contrazione dell'attività economica.
- L'inflazione continua intanto ad aumentare, principalmente a causa dell'impennata dei prezzi dei beni energetici e alimentari.



EUROZONA

- Nei primi tre mesi del 2022 il PIL è salito dello 0,6% rispetto al periodo precedente, dopo essere aumentato soltanto dello 0,2% nel quarto trimestre del 2021. La crescita riflette il contributo positivo della variazione delle scorte (+0,6%) e del commercio con l'estero (+0,4%) che ha più che compensato quello negativo della domanda interna (-0,4%). Per quanto riguarda i quattro più grandi paesi dell'area, l'attività economica è cresciuta dello 0,2% sia in Germania sia in Spagna e dello 0,1% in Italia, a fronte però di una contrazione dello 0,2% in Francia.
- Le più recenti indagini congiunturali segnalano ancora una prosecuzione della crescita. Infatti, nella media del secondo trimestre l'indice PMI composito è rimasto invariato a 54,2 punti, riflettendo un forte deterioramento nel manifatturiero (-3,7 punti a 54,1 punti) e un miglioramento nei servizi (+1,5 punti a 55,6 punti).
- Le condizioni nel mercato del lavoro continuano a migliorare. A maggio il tasso di disoccupazione si colloca al 6,6%, in calo dal 6,8% di marzo. Si tratta di un nuovo minimo della serie storica.
- L'inflazione è salita a giugno dall'8,1% all'8,6%, toccando un nuovo massimo della serie storica, ovvero da almeno il 1997.

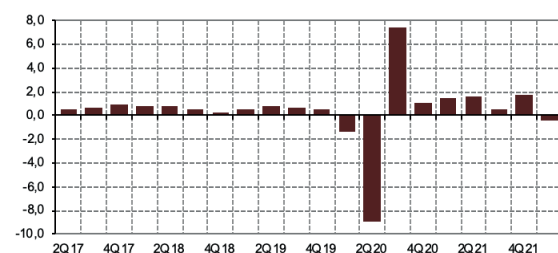
Eurozona: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



STATI UNITI

- Nei primi tre mesi del 2022 il PIL è sceso dello 0,4% sul periodo precedente (prima contrazione dopo sei trimestri di crescita), dopo l'incremento dell'1,7% nel quarto trimestre del 2021. Il calo riflette soprattutto il contributo negativo del commercio estero.
- Seppure in ulteriore flessione, gli ultimi sondaggi congiunturali si attestano ancora su livelli piuttosto elevati, segnalando pertanto un ritorno alla crescita. Nella media del secondo trimestre l'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero elaborato da ISM è sceso di 3,0 punti a 54,8 punti, l'indicatore relativo ai servizi invece soltanto di 2,1 punti a 56,1 punti.
- La dinamica occupazionale rimane intanto ancora molto sostenuta. Nel secondo trimestre il numero degli occupati è salito di 1,124 milioni, dopo essere aumentato di ben 1,616 milioni nei primi tre mesi dell'anno. Il tasso di disoccupazione si attesta invece a giugno al 3,6%, il livello più basso da febbraio 2020.
- L'inflazione è salita a maggio all'8,6%, massimo dal 1981.

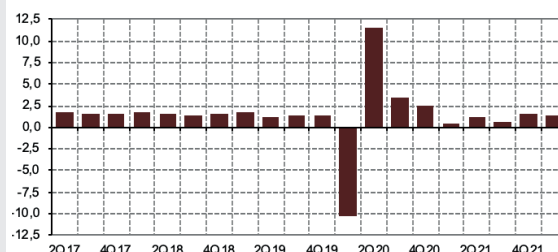
USA: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



CINA

- La dinamica congiunturale ha mostrato una buona capacità di tenuta nei primi tre mesi del 2022, malgrado si sia verificata la peggiore recrudescenza di casi di coronavirus dall'inizio della pandemia. Il PIL è salito dell'1,3% rispetto al periodo precedente, dopo essere aumentato dell'1,5% negli ultimi tre mesi del 2021.
- I lockdown attuati nell'ambito della strategia zero-COVID in molte città cinesi, tra cui anche a Shanghai e Pechino, si dovrebbero comunque ripercuotere sull'attività del secondo trimestre, come peraltro testimoniato dalle ultime indagini congiunturali. Nella media del secondo trimestre l'indice PMI ufficiale per il settore dei servizi è scivolato di 2,1 punti a 47,1 punti, mentre l'indice relativo al settore manifatturiero è sceso soltanto di otto decimi a 49,1 punti. Difficilmente il governo riuscirà pertanto a raggiungere l'obiettivo di crescita, fissato per quest'anno al 5,5%.
- Dopo due mesi di aumento, a maggio l'inflazione è rimasta invariata al 2,1%, il livello più elevato dallo scorso novembre.

Cina: Prodotto interno lordo
% trimestre su trimestre



MERCATI FINANZIARI

MERCATI GLOBALI



- Prosegue la fase negativa dei principali listini azionari. Nel periodo in esame l'indice MSCI World è scivolato del 14,8% in valuta locale, registrando il calo più pronunciato dai primi tre mesi del 2020. Da inizio anno (YTD) invece il ribasso ammonta al 19,0%, il peggior primo semestre dal 1970. Le quotazioni hanno risentito soprattutto di prospettive economiche più pessimistiche, oltre che di una politica monetaria sempre meno accomodante. I risultati trimestrali delle società statunitensi ed europee hanno comunque ancora ampiamente superato le attese degli analisti.
- Tra aprile e giugno i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi dell'Eurozona e dei Treasuries USA sono saliti in misura significativa, rispecchiando aspettative di una più rapida normalizzazione della politica monetaria in scia all'ulteriore accelerazione delle pressioni inflazionistiche. Ha probabilmente però anche pesato l'ulteriore riduzione degli acquisti netti di titoli nell'ambito dell'APP (Asset Purchase Programme) da parte della Banca centrale europea (BCE).

AZIONARIO

- L'indice paneuropeo STOXX Europe 600 ha terminato il periodo in esame in calo del 10,7%, aggiornando i minimi da inizio febbraio 2021 (YTD -16,5%). La peggiore performance a livello settoriale è stata registrata dal comparto immobiliare (-26,7%), seguito da quello delle risorse di base (-21,4%), da quello dei servizi finanziari (-18,7%) e dal tecnologico (-18,7%), a fronte di ribassi ben più contenuti per i settori telecom (-1,1%) ed energetico (-1,3%). Tra le più importanti piazze europee viceversa male Milano (-14,9%), Zurigo (-11,7%), Francoforte (-11,3%) e Parigi (-11,1%), mentre Madrid (-4,1%) e Londra (-4,6%) hanno contenuto le perdite.
- In forte ribasso anche Wall Street: l'S&P 500 è scivolato del 16,4%, ai minimi da dicembre 2020 (YTD -20,6%).
- L'indice MSCI EM infine, barometro che misura l'andamento del variegato universo delle Borse dei paesi emergenti, è sceso soltanto del 9,0% in valuta locale (YTD -14,9%).

Europa: STOXX Europe 600



TASSI E REDDITO FISSO

- Alla riunione del 9 giugno il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di porre fine agli acquisti netti di titoli nell'ambito dell'APP a partire dal primo luglio e preannunciato un rialzo dei tassi di 25 punti base alla riunione del 21 luglio. Il 15 giugno in una riunione ad hoc è stato poi deciso di progettare un nuovo strumento di contrasto alla frammentazione.
- Il rendimento del titolo di Stato italiano a 10 anni ha terminato il periodo in esame in rialzo di ben 123 punti base al 3,26%, dopo essersi però spinto brevemente addirittura fino al 4,19%, massimo dal dicembre 2013. Il rendimento del Bund, il titolo decennale tedesco, si attesta invece a fine giugno all'1,34% (+79 punti base). Lo spread tra Italia e Germania si è pertanto allargato di 44 punti base a 193 punti base.

Italia: Rendimenti BTp a 2 e 10 anni



CAMBI E MATERIE PRIME

- L'euro ha continuato a perdere terreno contro dollaro (-5,3%) e franco svizzero (-2,0%), sostenuti da un clima di maggiore avversione al rischio, oltre che dalla svolta dei tassi da parte sia della Federal Reserve (Fed) sia della Banca nazionale svizzera (BNS). La moneta unica è scivolata temporaneamente fino a 1,0350 dollari, il livello più basso dal gennaio 2017, per poi però terminare il periodo in esame a 1,0484 dollari. Nel contempo l'euro si è però apprezzato contro lo yen (+5,7%) e contro la sterlina britannica (+2,2%).
- Prosegue il rincaro del petrolio. Le quotazioni del greggio di qualità Brent sono salite del 6,4% a 114,81 dollari al barile, beneficiando tra l'altro anche dell'embargo sul petrolio russo da parte dell'Unione europea e del concretizzarsi dei rischi dal lato dell'offerta. Il prezzo dell'oro è invece sceso brevemente fino a 1.787 dollari l'oncia, minimo da fine gennaio, per poi però terminare il periodo in esame a 1.807 dollari (-6,7%). Hanno pesato in particolare la normalizzazione della politica monetaria e la forza del dollaro.

EUR/USD



ATTESE



- A causa della guerra in Ucraina, a inizio giugno l'OCSE ha rivisto fortemente verso il basso le proiezioni di crescita per l'economia globale sia per il 2022 sia per il 2023. In base a tali stime il PIL mondiale dovrebbe aumentare quest'anno soltanto del 3,0% (anziché del 4,5% ancora indicato a dicembre), per poi rallentare ulteriormente al 2,8% nel 2023 (anziché al 3,2%).
- Anche le proiezioni della BCE di giugno con riferimento all'Eurozona sono state riviste verso il basso. La guerra in Ucraina sta determinando interruzioni degli scambi e carenze di materiali, oltre a contribuire alle elevate quotazioni di beni energetici e materie prime. Lo scenario di base indica una crescita del 2,8% nel 2022 (dal 3,7% di marzo) e del 2,1% nel 2023 (2,8%).
- La politica monetaria diventerà nel corso dell'anno sempre meno accomodante nelle principali economie avanzate, e in particolare negli Stati Uniti. Il Federal Open Market Committee, il braccio operativo della Fed, prospetta ancora rialzi dei tassi per complessivi 175 punti base entro fine anno. La BCE invece alzerà probabilmente i tassi di almeno 100 punti base.

TREND IN ATTO *)

3 mesi 9 mesi

COMMENTO

REDDITO FISSO

Governativo Eurozona	Bloomberg Euro-Aggregate Treasury Index	➡	➡	Nonostante fossero già aumentati molto da inizio anno, riteniamo che i rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi dell'Eurozona possano ancora salire, riflettendo sia l'imminente svolta dei tassi sia un'inflazione che resterà più a lungo su livelli molto elevati. I corporate bond IG invece, così come i bond HY, pur avendo raggiunto rendimenti già interessanti, potrebbero ancora risentire, oltre che del ritiro degli stimoli monetari, del deciso deterioramento delle prospettive di crescita. Interessanti appaiono nel medio periodo ancora le obbligazioni dei Paesi emergenti in valuta forte, sebbene queste potrebbero soffrire nel breve periodo di un eventuale ulteriore aumento dei rendimenti dei Treasuries USA.
Corporate Investment Grade (IG) Euro	Bloomberg Euro-Aggregate Corporate Index	➡	➡	
Corporate High Yield (HY) Euro	Bloomberg Euro High Yield Index	➡	➡	
Mercati Emergenti	Bloomberg EM Sovereign Index	➡	➡	

AZIONARIO

Europa	STOXX Europe 600	➡	➡	Negli ultimi mesi si è nuovamente deteriorato il quadro grafico di breve periodo delle principali Borse. Il sentiment degli investitori continua a risentire soprattutto di crescenti preoccupazioni per le prospettive di crescita a livello globale (si teme un forte rallentamento se non addirittura una recessione), causate tra l'altro dalla normalizzazione della politica monetaria nei principali Paesi avanzati (e in particolare negli Stati Uniti) in risposta all'elevata inflazione, dai lockdown in Cina (e le loro ripercussioni sulle catene di approvvigionamento globali), nonché dalla guerra in Ucraina. Benché nei prossimi mesi non si possa pertanto escludere un ulteriore discesa delle Borse, nel medio periodo le azioni dovrebbero comunque essere supportate dai più contenuti multipli.
Stati Uniti	S&P 500	➡	➡	
Giappone	Nikkei 225	➡	➡	
Mercati Emergenti	MSCI EM (in €)	➡	➡	

CAMBI E MATERIE PRIME

EUR/USD	➡	➡	La politica monetaria condiziona anche nei prossimi mesi il mercato dei cambi. Il dollaro in particolare potrebbe ancora essere sostenuto dagli aggressivi rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve. Il ritiro degli stimoli monetari anche nell'Eurozona dovrebbe comunque porre un freno all'indebolimento dell'euro. L'oro è in balia di forze contrastanti, la politica monetaria sempre meno espansiva e il rafforzamento del dollaro da un lato e l'impennata dell'inflazione e la guerra in Ucraina dall'altro. Il petrolio invece potrebbe risentire di timori sulla tenuta della domanda in caso di recessione. Permangono però problemi dal lato dell'offerta, legati alla possibile interruzione della fornitura da parte della Russia e ad aumenti della produzione da parte dell'OPEC+ troppo bassi.
EUR/JPY	➡	➡	
Oro (\$/oncia)	➡	➡	
Petrolio Brent (\$/barile)	➡	➡	

*) La View si basa prevalentemente sulle previsioni dell'analisi tecnica. Tali previsioni, tuttavia, non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri.

Cassa di Risparmio di Bolzano Spa

Servizio Treasury

Michael Erlacher

Responsabile Research

Chiusura redazione: 8 luglio 2022; prossima pubblicazione inizio/metà ottobre 2022

DISCLAIMER:

La presente pubblicazione è stata redatta da Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A.. Le informazioni qui contenute sono di pubblico dominio e ricavate da fonti generalmente accessibili al pubblico. Il documento è elaborato sulla base di informazioni fornite da terzi, che la Cassa di Risparmio di Bolzano considera affidabili ma di cui non si può garantire l'assoluta completezza e correttezza, in quanto la Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A. non ha effettuato nessuna verifica autonoma in relazione a dette informazioni. In particolare la principale fonte dei dati è costituita da Bloomberg. Le performances degli investimenti, ove citate, sono relative al passato ed i risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. Tutte le informazioni riportate sono fornite in buona fede sulla base dei dati disponibili al momento della pubblicazione, ma sono suscettibili di variazioni anche senza preavviso in qualsiasi momento dopo la pubblicazione. Le informazioni di natura borsistica sui titoli non implicano nel modo più assoluto un giudizio sulla società oggetto della pubblicazione. La presente pubblicazione è rivolta al pubblico a fini esclusivamente informativi e non deve essere considerata come consulenza in materia di investimenti o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario, che di contro richiedono l'analisi delle specifiche esigenze finanziarie del cliente e della sua propensione al rischio. Pertanto, la decisione di effettuare qualunque operazione finanziaria è a rischio esclusivo dei destinatari della presente informativa e si declina ogni responsabilità per l'utilizzo di qualsivoglia informazione esposta in questa pubblicazione. Il documento può essere riprodotto in tutto o in parte solo citando il nome Cassa di Risparmio di Bolzano S.p.A..